

ГЛОБАЛЬНЫЙ ФИНАНСОВО-ЭКОНОМИЧЕСКИЙ КРИЗИС: ПРИЧИНЫ И ПОСЛЕДСТВИЯ

УДК 338+336

А. Г. Алтунян

ИСТОКИ МИРОВОГО КРИЗИСА И ПУТИ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ГЛОБАЛЬНОЙ ФИНАНСОВОЙ БЕЗОПАСНОСТИ

В условиях мирового финансового кризиса велики риски разрушения глобального экономического пространства. Истории были известны локальные кризисы и разрабатывались соответствующие антикризисные меры. Нынешнее потрясение является новейшим кризисом в условиях глобализации, и поэтому нет готовых рецептов борьбы с ним. Определить его глубину, длительность и последствия представляется достаточно затруднительным. Процесс глобализации, делая национальную экономику открытой для свободного передвижения всех видов ресурсов и уязвимой, порождает новые вызовы национальным интересам. Отличительной особенностью процесса глобализации является прогрессирующий рост финансового рынка, особенно его сегментов — валютного, фондового и кредитного. В этой связи нынешний этап глобализации экономики можно определить как финансовую глобализацию, усиливающую неравномерность распределения финансовых ресурсов. Для финансовой глобализации характерна высокая мобильность факторов производства и увеличение возможностей для спекулятивных операций, что усиливает вероятность возникновения финансовых кризисов.

В процессе глобализации финансовых рынков и ускорения товарно-денежных отношений увеличиваются масштабы перелива капитала. Это, с одной стороны, служит дополнительным фактором экономического роста, с другой — усиливает факторы риска и неопределенности. Если массовый приток глобального капитала способен оживить экономику, то его отток может вызвать кризисные явления в отдельной стране, отражаясь в дальнейшем на других странах. Так, к примеру, кризис в 1997 г. в Юго-Восточной Азии отразился на развивающихся экономиках, в том числе и на экономике России в 1998 г., а ипотечный кризис в США, начавшийся в 2007 г., привел к мировому финансовому кризису 2008 г.

Деньги, как и вся мировая финансовая система, постепенно эволюционируют: на смену обычным деньгам приходят кредитные и появляются новые структурированные финансовые

Армен Грантович АЛТУНЯН — канд. экон. наук, доцент кафедры экономической теории и экономической политики Экономического факультета СПбГУ. В 1993 г. окончил Экономический факультет, в 1997 г. защитил кандидатскую диссертацию. Сфера научных интересов — денежно-кредитная и валютная политика. Автор более 25 научных работ, в том числе коллективных монографий и учебно-методических работ.

© А. Г. Алтунян, 2009

продукты. Мощный импульс получил процесс формирования новых долговых обязательств, что привело к ускорению роста глобальной задолженности. При отсутствии объективной меры стоимости как в условиях золотого стандарта или всеобщего регулирования государства подрывается стабильность мировой финансовой системы. Бывший глава ФРС А. Гринспен заметил: «Отход от золотого основания в деньгах обязательно закончится катастрофой» [3, с. 113].

В настоящее время деньги превратились из объективного регулятора макроэкономических процессов в самостоятельно функционирующие знаковые инструменты.

Связь между кредитными деньгами и активностью экономики далеко не однозначна. Количественная теория денег делала акцент на анализе денежной массы в обращении при невнимании к кредитным деньгам. Основная проблема заключается в том, что не обязательно кредит принимает участие в процессе материального производства или потребления товаров и услуг, он может быть использован в финансовых целях и в финансовом секторе. В этом случае говорить о влиянии на реальный сектор экономики не приходится.

В условиях же современной глобализации финансовых рынков образовавшаяся избыточная ликвидность изменяет связи между долгами и деньгами. Избыточная ликвидность не приводит к росту товарных цен. Вместо функции спроса на деньги появляется функция спроса на долги и растет сектор покупателей долга, разрушающий привычные связи между ликвидностью и долгами. Долги погашаются новыми заимствованиями и появляются новые производные финансовые инструменты, многократно увеличивающие размеры номинального долга. Образуется «финансовый пузырь», разрастающийся при увеличении объемов глобальной ликвидности, который неизбежно должен лопнуть. Причиной этого является тот факт, что конечный объем денежной массы не может покрыть нарастающий объем задолженности. Но перед тем как «пузырь» лопнет, он вовлекает все большее число инвесторов, желающих заработать спекулятивную прибыль на несовершенствах рынка. Раздувание «кредитных пузырей» ведет к росту доходов и долгов, которые поддерживаются сокращающимся притоком ликвидности. Развитость финансового сектора делает инвесторов номинально богатыми, но в условиях падения спроса на активы и увеличения спроса на ликвидность их возможности реализовать богатство в реальном выражении намного сокращаются. Спекулятивный мотив, формирующий кривую предпочтения ликвидности, был хорошо описан ранее в работах Дж. Кейнса.

Опираясь на кейнсианский подход, можно сказать, что накопление избыточной ликвидности — основное условие формирования рынка долгов. Интерес инвесторов к долговым инструментам увеличивает спрос на них, что вызывает рост их стоимости.

Необходимо отметить, что раздувающиеся долговые пузыри были объектом исследования еще и классиков, но они рассматривали это как аномальное явление. В своих трудах Д. Рикардо приводит цитату из выступления одного британского парламентария: «В основе предположения, что старый долг оплачен, лежит то обстоятельство, что мы заключили новый заем, на гораздо большую сумму...» [4, с. 235].

Современная международная экономика представляет собой глобальную систему с единым рынком. Перераспределение ресурсов в мировом масштабе вызывает неравновесие между денежной и товарной массой, что усиливает вероятность возникновения «финансовых пузырей».

Центральные банки создают дополнительные производные финансовые инструменты, не обеспеченные реальной стоимостью для расширения ликвидности финансового сектора. Это приводит к формированию на фондовом рынке «спекулятивного пузыря» и создает

угрозу инфляционного взрыва, усиления нестабильности мировой финансовой системы. До настоящего времени не существует практических методов предотвращения «финансовых пузырей». Противодействие «спекулятивным пузырям» важно для обеспечения макроэкономической стабильности. Для снижения активности фондового рынка используют инструменты денежно-кредитной политики. Динамика цен финансовых активов на фондовом рынке определяется рациональными ожиданиями субъектов, их оценками будущих доходов. Кроме того, избыточная ликвидность мировой экономики в условиях снижения процентных ставок, как это было в 2007–2008 гг., может оказывать давление на финансовые рынки. В этой связи, с одной стороны, снижение процентных ставок ведет к активному развитию фондового рынка и создает угрозу раздувания «спекулятивного пузыря», который неизбежно рано или поздно должен лопнуть. С другой стороны, рост процентной ставки может вызвать ее отрыв от рентабельности реального сектора экономики. По нашему мнению, здесь необходимо четко разграничить банковскую сферу, обслуживающую реальный сектор, и финансовый рынок структурированных финансовых инструментов. Финансовый кризис заставил обратить внимание на эту особенность.

Все большее значение в динамично развивающемся мире приобретает кредит и кредитные деньги, а не денежная масса. Оценивая роль и значение денег в современной жизни, Дж. Сорос в «Алхимии финансов» пишет: «Денежные стоимости не являются простым отражением состояния дел в реальном мире; оценивание является позитивным актом, которое оказывает влияние на ход событий. Денежные и реальные явления рефлексивным образом взаимосвязаны, т. е. они взаимно влияют друг на друга. Рефлексивные взаимоотношения проявляют себя наиболее четко при использовании кредита или злоупотреблении им» [5, с. 26].

Основным отличительным признаком теории рефлексивности Дж. Сороса является механизм двусторонней обратной связи, который, по его словам, не может считаться постоянно действующим.

В современной ситуации происходит расширение объема кредитования на основе развития кредитных денег при снижении кредитоспособности реальной экономики. Образуется разрыв между кредитными деньгами и обычными, разрыв между финансовой и реальной экономикой, что приводит к образованию «финансовых пузырей», которые рано или поздно неизбежно лопнут. Кредитные деньги, лишенные залогового обеспечения, материального актива, находятся во власти финансовых рынков. Регулирование центральными банками денежного обращения и денежной массы должно неукоснительно касаться и кредитных денег. Деятельность коммерческих банков, как и остальных финансовых институтов, подчинена цели максимизации прибыли. Даже осознавая необеспеченность кредитных денег, финансовые институты вынуждены принимать участие в финансовых операциях, поскольку до момента краха они приносят прибыль, и полное воздержание кажется неразумным. В выигрыше остается тот, кто вовремя уйдет с рынка. Но, к сожалению, просчитать момент ухода с рынка не всем удастся, поскольку, как описывает Дж. Сорос, поведение агентов основано на предпочтениях и ожиданиях, определяется взаимовлиянием самих инвесторов, воздействием на психику друг друга. Это трудно поддается прогнозированию. Дж. Сорос считает, что денежная масса и кредиты влияют друг на друга рефлексивным образом и контроль над денежной массой практически невоплотим [5, с. 122].

Исследуя причины финансового кризиса 1982 г., он признает в качестве серьезной ошибки вышедший из-под контроля международный кредит, что явилось провалом регулирования свободного рынка.

Ярким подтверждением этого тезиса является разразившийся мировой финансовый кризис 2008 г., причины которого заключаются в монетарной политике, проводимой центральными банками развитых стран за последние годы, — политике дешевых денег. Она привела к формированию глобальной избыточной ликвидности, которое отразилось не на росте цен на товары и услуги, а в финансовой сфере.

За последние годы эмиссия и накопление избыточной денежной массы послужили причиной нарушения причинно-следственных связей реального и финансового секторов экономики. Естественные процессы активной интеграции ряда азиатских стран, прежде всего Китая, в систему международных связей привели к тому, что мировое производство стало смещаться в страны с низкими издержками, что стимулировало рост доходов в странах-экспортерах. В результате избыточные сбережения в виде значительной части активного торгового баланса, золотовалютных резервов стали дисбалансом на денежном рынке развитых стран. Низкие кредитные ставки, или политика «дешевых» денег, ускорили рост стоимости финансовых активов, что повлекло за собой бурный рост частных и государственных долгов, современный рынок которых представляет собой структурированные продукты.

Избыточная ликвидность обусловила не рост инвестиций, а увеличение потребительского и ипотечного кредитования. Стремление США потреблять больше, чем они сами производят, привело к общемировому кризису. Исчерпав возможности расширения потребительского спроса, США активно стали заниматься жилищным строительством и предоставлением его в ипотеку, которая превратилась в «локомотив» развития экономики. Рост спроса на недвижимость подстегивает цены на строительные материалы и технику, товары для ремонта, что в конечном итоге обуславливает рост доходов участников рынка и рост цен на недвижимость. Спекулятивная составляющая, или отрыв рыночной цены от реальной, поддерживала экономику в тонизирующем состоянии.

Так, за период с 2000 по 2005 г. объем строительства жилья увеличился в два раза, что давало импульс развитию смежных отраслей экономики и поддерживало приемлемые темпы роста. Дешевые мировые кредитные ресурсы были вовлечены в этот сектор.

Основная причина ипотечного кризиса — не количественная, вызванная объемом кредитования, а качественная, обусловленная высокими рисками. На долю ипотеки приходилось 34% банковских активов, кроме того, ипотечными активами владели пенсионные и хеджевые фонды [7, с. 22]. Когда в 2002 г. произошел спад на фондовом рынке, снизились налоги и процентные ставки, а ипотечные ставки были на уровне 3%, возрос спрос на ипотеку. Коммерческие банки, выдавая ипотечные кредиты, рассчитывали на рост цен недвижимости. Но в дальнейшем этого не произошло, кроме того, повысились процентные ставки. В результате образовалась просроченная задолженность, которую не покрыть за счет упавшей в цене недвижимости. Ипотечная задолженность американских домохозяйств достигла к апрелю 2007 г. почти 10 трлн долл., или 75% ВВП США [1, с. 6]. Потери от ипотечного кризиса в США отразились на мировом финансовом рынке и, как следствие, на росте стоимости кредитов для российских заемщиков, поскольку источник дешевых финансовых средств оказался перекрыт.

В октябре 2007 г. фондовый рынок США достиг пика, капитализация экономики составила 18,5 трлн долл., или 135% ВВП. Излишние объемы произведенных товаров могут предлагаться потребителям за счет доступных денежных средств. Как и в ситуации с финансовым кризисом 1984 г., наблюдается эрозия стоимости залогового обеспечения. Но отличие нынешнего кризиса от прежних заключается в масштабах финансового сектора, который не стал ограничиваться выпуском первичных ипотечных облигаций.

Естественный стимул финансового сектора — погоня за прибылью способствовал развитию производных финансовых инструментов на основе выпуска деривативов, которые насытили экономику квазиденьгами.

В итоге образовался разрыв между реальными долларами, эмитируемыми Федеральной резервной системой, и кредитными долларами финансового сектора, что привело к раздутию финансового «пузыря», который начал лопаться с 2007 г. и закончился мировым финансовым кризисом 2008 г.

По мнению известного американского финансиста У. Баффета, если показатель капитализации финансового рынка превышает ВВП, то рынок перегрет, если он ниже ВВП, то он недооценен. Иными словами, если соотношение величины рынка производных ценных бумаг и величины рынка основных ценных бумаг превышает 1:1, это свидетельствует о спекулятивной составляющей.

Управление экономикой сводится к управлению не только производственной системой или реальным сектором, но и кредитно-финансовым сектором. До известных событий сформировалось представление, что производные финансовые инструменты обеспечивают диверсификацию рисков и являются элементом рыночного саморегулирования. Но мировой финансовый кризис показал, что при использовании широкого набора деривативов механизм саморегулирования экономики не срабатывает. Кроме того, создается угроза системного риска для всей финансовой системы. Для всех финансовых институтов, по аналогии с банками, необходимо ввести гибкую систему нормативов регулирования соотношения заемного и собственного капиталов, ограничивающих величину «кредитного плеча».

Рассматривая ситуацию с мировым финансовым кризисом, следует отметить, что для финансовой безопасности России проблемы, его породившие, не играли первостепенной макроэкономической роли. Так, абсолютный размер ипотечного долга в России в 230 раз меньше, чем в США. Задолженность по ипотечным ссудам на 1 октября 2008 г. была равна 974 млрд рублей, что по отношению к ВВП составило 2,5% (для сравнения: в Европейском союзе — 30%, а в Великобритании и США — 60% [6, с. 4]). Основной причиной оттока капитала и обвала фондового рынка 2008 г. в России стали его «перекапитализация» и сильная зависимость от непредсказуемости внешнеэкономической конъюнктуры.

В 2005 г. капитализация российского фондового рынка составила 69,5% ВВП, а в 2006 г. этот показатель достиг 111,1%. Такому росту способствовали рост цен на нефть и приток иностранных инвестиций. К началу 2008 г. капитализация всех российских компаний составляла 1 328,8 млрд долл. К концу года капитализация фондового рынка достигла 370,3 млрд долл. [2, с. 11].

Начиная со второй половины 1990-х годов и до 2008 г. темпы накопления мировой ликвидности устойчиво превышали темпы инфляции. В развитых странах за последние годы инфляция была ниже темпов денежной эмиссии. В современных условиях тезис М. Фридмана о том, что инфляция представляет собой монетарное явление, вызывает определенные сомнения. Избыточная денежная масса, не обслуживающая сделки с товарами, ресурсами и реальными активами, направляется в финансовый сектор, не являющийся значимым с общественной точки зрения. Отсутствие объективной меры стоимости расширило доступность кредитования.

Международная финансовая система не может бесперебойно функционировать, не имея в своей основе стабильной валюты. Уроки мирового финансового кризиса вновь возвращают нас к вопросу о реорганизации системы обменных курсов, которые показали свою нестабильность. Отклонения реального валютного курса от уровня

фундаментального равновесия стали основным источником нагнетания дисбаланса мировой экономики. Спекулятивный мотив в движении международного капитала усиливает колебания валютных курсов и цен на сырьевых рынках.

Мировая экономика нуждается в валютной системе, основанной не только на доминирующем положении американского доллара. Дефицит бюджета США растет. Бесконтрольная эмиссия необеспеченных долларов может привести к разрушению глобальной финансовой системы. После распада Бреттон-Вудской валютной системы США сняли с себя обязательства за эмитируемые доллары. Доллар не может в дальнейшем удерживать монопольную власть. Страна, обладающая мировой резервной валютой, имеет преимущества по отношению к другим странам в сфере предоставления финансовых услуг. Кроме того, эта страна имеет возможность получать займы неограниченного объема в своей собственной валюте. В условиях ускоренного обесценения ведущих валют все острее встает проблема трансформации резервов в реальные ценности. За последние 40 лет товарная ценность доллара упала по отношению к нефти почти в 15 раз, а по отношению к золоту в 20 раз.

Идеальной бы была международная валютная система, основанная на нескольких валютах, ценность которых была бы привязана к золоту или к корзине товарно-сырьевой продукции, с определенными фиксированными весами для каждого из ресурсов. Такой подход основан на независимости кредитных денег от драгоценного металла — предельный объем денежной массы страны связан с ее золотым запасом, который, в свою очередь, — с ВВП. Конечно, в случае возврата к классическим инструментам денежной привязки финансовый кризис не имел бы столь разрушительных масштабов для мировой экономики. Но население привыкло к кредитным деньгам, и возврат к золотому или товарному обеспечению будет сдерживать развитие экономик.

Для России — страны, богатой ресурсами, порой высказываются довольно смелые предложения ввести валюту, основанную на нефти. В этом случае деньгам будет возвращена их изначальная товарная форма, и любая страна сможет создать валютные резервы в нефтяных запасах, определяющих уровень энергетической безопасности и исключающих возможности спекулировать стоимостью нефтяной валюты. Кстати, США сегодня скупают мировую нефть и образуют запасы в хранилищах. Поскольку фактически ограничителем и мерой стоимости многих товаров служат энергетические затраты на их производство, переход к единой общемировой энергетической валюте, с одной стороны, кажется возможным. Преимущества этой валюты такие же — обеспеченность реальными ресурсами и независимость от вмешательства государств. Но, с другой стороны, в долгосрочном плане в мировой экономике наметился переход на энергосберегающие технологии, и это предложение может оказаться бесперспективным.

На наш взгляд, появление новых резервных валют в долгосрочной перспективе представляет собой неизбежный процесс. Но на первоначальном этапе актуальным станет определение статуса резервных валют на региональном уровне.

Переход на альтернативные мировые резервные валюты позволил бы и США сосредоточиться на системных реформах, а не откладывать проблему финансирования бюджетного дефицита.

Таким образом, на основе проведенного анализа причин мирового кризиса в целях обеспечения глобальной финансовой безопасности можно рекомендовать принятие следующих мер.

Во-первых, не экономика должна определяться финансовой системой, а последняя должна формироваться под запросы экономики, не отвергая при этом существующую

зависимость в краткосрочном периоде. Во взаимоотношениях между финансовой и экономической системами общее направление должна задавать экономика.

Во-вторых, чтобы избежать кризиса, необходимы контроль над финансовыми рынками и вмешательство государства, ибо рынок не способен саморегулироваться. Современная финансовая система требует разработки механизма сдерживания и противовесов, создания транснациональных систем надзора и контроля над финансовыми рынками. Отсутствие универсальной системы регулирования финансовых рынков является основной проблемой, без решения которой не удастся избежать кризисных явлений в будущем.

В-третьих, международная финансовая система не может бесперебойно функционировать, не имея в своей основе стабильной валюты. Резкие колебания валютного курса от уровня равновесия стали основным источником нагнетания дисбаланса мировой экономики. Бесконтрольная эмиссия необеспеченных долларов может привести к разрушению глобальной финансовой системы. Необходим переход на альтернативные резервные валюты.

1. *Ершов М.* Как обеспечить стабильное развитие в условиях финансовой нестабильности? // Вопросы экономики. 2007. № 12. С. 4–24.

2. *Замараев Б., Киоцевская А., Назарова А., Суханов Е.* Экономические итоги 2008 года: конец «тучных» лет // Вопросы экономики. 2009. № 3. С. 4–25.

3. *Попов Г.* Об экономическом кризисе 2008 г. // Вопросы экономики. 2008. № 12. С. 110–126.

4. *Рикардо Д.* Соч. Т. 2. М.: Госполитиздат, 1941.

5. *Сорос Дж.* Алхимия финансов. М. 1996 г. 208 с.

6. *Финанс.* 2008. № 48. С. 4.

7. *Хорошев С.* Насколько серьезны для нас последствия чужого кризиса? // Банковское дело. 2007. № 11. С. 22–26.

Статья поступила в редакцию 17 сентября 2009 г.